

Tilburg University

A framework for monetary stability

Eijffinger, S.C.W.

Published in:
Bank- en Effectenbedrijf

Publication date:
1993

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Eijffinger, S. C. W. (1993). A framework for monetary stability. *Bank- en Effectenbedrijf*, 42(11), 4-6.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

A Framework for Monetary Stability

Bij politieke en monetaire autoriteiten ontstaat een steeds grotere behoefte om over en weer afspraken te maken die ertoe moeten leiden dat de monetaire stabiliteit op lange termijn wordt gewaarborgd. Cruciaal bij het scheppen van die kaders is de positie van de centrale bank. Geplaatst in dit licht mocht Amsterdam van 20 tot 23 oktober even proeven aan het gevoel een mondiale centrale bank in haar midden te hebben. Op die dagen vond er in onze hoofdstad namelijk een internationaal congres plaats dat georganiseerd werd door de Nederlandse Bank (DNB) en het Center for Economic Research van de Katholieke Universiteit Brabant waar bovengenoemd onderwerp uitvoerig aan de orde kwam. Monetair specialisten uit de wetenschap wisselden daar ruim twee dagen lang van gedachten met vooraanstaande centrale bankiers uit de gehele wereld rond het thema 'A Framework for Monetary Stability'.

Het aardige van zo'n 'confrontatie' tussen wetenschappers en centrale bankiers is dat het een waaier van gedachten oplevert over wat de meest ideale positie is van de centrale bank en op welke wijze monetaire stabiliteit het best bereikt kan worden. Op termijn zal zo'n gedachtenwisseling ongetwijfeld haar vruchten afwerpen want juist een dergelijke interactie tussen wetenschappers en beleidsmakers kan leiden tot een convergentie in het denken over monetair beleid. Dat die convergentie er nog niet is, bracht de conferentie duidelijk aan het licht: er was enerzijds duidelijk sprake van een Duits-Nederlandse en anderzijds een Angelsaksische lijn in het denken over het verwezenlijken van monetaire stabiliteit. Het congres werd geopend met een toespraak van President *W. Duisenberg*. Hij benadrukte daarin heel duidelijk het belang van monetaire stabiliteit als voorwaarde voor economische groei en werkgelegenheid op lange termijn. Vice-Chairman *D. Mullins Jr.* van de Federal Reserve Board onderschreef die visie. Maar deze tekende er wel bij aan dat hij prijsstabiliteit niet ziet als een doel op zich, maar als een middel om een hogere groei en welvaart te verwezenlijken.

Centrale bankiers als *J. de Beaufort Wijnholds* en *L. Hoogduin* (DNB) signaleerden in de Europese Gemeenschap een duidelijke tendens naar (meer) onafhankelijke centrale banken die

erop gericht is de monetaire stabiliteit in de lidstaten te bevorderen. De doelstelling van prijsstabiliteit behoort in de derde fase van de Economische en Monetaire Unie naar hun mening nagestreefd te worden door op middellange termijn gebruik te maken van een intermediaire doelvariabele, bij voorkeur een ruim monetair aggregaat (M3). Ook *O. Issing* (Deutsche Bundesbank) prefereert een dergelijke twee-stappen-benadering, gebaseerd op 'rules' voor de geldgroei. Hij wees de één-staps-benadering in sommige Angelsaksische landen, zoals Canada, Nieuw-Zeeland en het Verenigd Koninkrijk, om monetaire stabiliteit te bereiken door middel van een 'inflation-reduction target' duidelijk af.

C. Freedman van de Bank of Canada zag dat laatste heel anders. Hij verdedigde het juist als een manier om de geloofwaardigheid van de centrale bank te versterken. Daarbij had hij in *A. Crockett* van de Bank of England een medestander. Deze is een voorstander van een doelstelling voor de inflatie en meent dat de centrale bank haar instrumenten met 'judgemental discretion' moet hanteren. *B. Friedman* van Harvard University voerde deze eclectische benadering nog verder door. Hij beveelt namelijk een zgn. 'information-variable approach' aan. In die gedachte moet de centrale bank met een ruim scala van financiële en niet-financiële variabelen rekening houden bij het bepalen van haar monetair beleid.

Welke algemene conclusies kunnen we nu trekken uit de waaier van papers en commentaren die tijdens de conferentie bediscussieerd werden? Naar mijn mening zijn er drie – zij het voorlopige – conclusies te destilleren uit de ervaringen van de monetaire autoriteiten in de verschillende landen.

De eerste conclusie houdt verband met de twee basiselementen van het monetaire beleid in de industrielanden. Het monetaire beleid bevat enerzijds een structureel element, afhankelijk van de mate van centrale-bankautonomie, en anderzijds een conjunctureel element. Dat laatste wordt bepaald door de politieke invloed op het besluitvormingsproces van de centrale bank. *A. Cukierman* van Tel Aviv University analyseerde de factoren die aan deze politieke invloed ten grondslag liggen. In landen met een onafhankelijke centrale bank, zoals Duitsland en Nederland, zal



het structurele element in het monetaire beleid groot zijn, maar de politieke invloed hierop zal altijd in beperkte mate merkbaar zijn. Niettemin wordt de bekende inverse relatie tussen centrale bankonafhankelijkheid en de inflatiegraad zowel door de theorie als het empirisch onderzoek ondersteund. Bovendien blijkt onafhankelijkheid de economische groei op lange termijn op zijn minst niet te schaden. Een autonome centrale bank kan mijns inziens dus opgevat worden als een 'free lunch'. Men ontvangt dan wel de baten van een lagere inflatie maar betaalt niet de kosten in termen van lagere economische groei. S. Fischer van het MIT wees in dit verband ook op het belang van de 'accountability' van de centrale bank in de zin dat zij haar daden moet verantwoorden in een democratische samenleving.

Het ontbreken van een lange-termijnafruïl tussen inflatie en economische groei heeft ook belangrijke gevolgen voor het 'rules versus discretion'-debat. Onafhankelijke centrale banken zullen meer gewicht hechten aan 'rules' voor de geldgroei of voor de wisselkoers ten opzichte van een ankerland; afhankelijke centrale banken daarentegen zullen juist meer nadruk leggen op 'discretion'. Hoewel er volgens Crockett tijdens de na-oorlogse periode veranderingen in de afruïl tussen 'rules' en 'discretion' zijn geweest, bleek uit de discussie dat deze relatief groter waren voor afhankelijke dan voor onafhankelijke centrale banken.

Mijn tweede conclusie is dat het opbouwen van reputatie en geloofwaardigheid in de financiële markten beter gebeurt in 'slecht weer' (lage groei) dan in 'goed weer' (hoge groei). Slechts in tijden van lage economische groei kan een centrale bank haar vastbeslotenheid bewijzen om prijsstabiliteit te handhaven door niet toe te geven aan de druk van politici, vakbonden, media e.a. Juist deze vasthoudendheid van de centrale bank om niet te infleren, zal op langere termijn haar reputatie in de markten doen toenemen en een minder restrictief beleid mogelijk maken. Hierbij kan men een vergelijking maken tussen het Duits-Nederlandse model en het Angelsaksische model. De Deutsche Bundesbank en DNB koesteren hun imago van een 'hard-nosed'-beleidsmaker teneinde de inflatieverwachtingen terug te dringen. De Federal Reserve en de Bank of England gedragen zich daarentegen meer als een 'soft-nosed'-beleidsmaker en verhogen daardoor de inflatoire onzekerheid.

Volgens M. Guitián (IMF) heeft de mobiliteit van het internationale kapitaalverkeer de effectiviteit van het binnenlandse monetaire beleid sterk ondergraven. Dit betekent derhalve dat de reputatie en geloofwaardigheid van een centrale bank haar belangrijkste instrument van monetair beleid is

geworden. Daarom dienen politici en andere beleidsmakers zich te onthouden van ongevraagde adviezen aan hun centrale bank. Anders dwingen zij de centrale bank haar reputatie te beschermen door een meer dan noodzakelijk restrictief monetair beleid.

De derde conclusie die volgens mij getrokken kan worden is, dat ieder land de centrale bank krijgt die het verdient. Hoewel men op goede argumenten een onafhankelijke centrale bank kan voorstaan, zal niet iedere regering en bevolking een dergelijke positie van zijn centrale bank accepteren. Ook in dit opzicht valt het verschil tussen het Duits-Nederlandse en Angelsaksische model op. De Bundesbank en DNB weten zich in hun beleid gericht op monetaire stabiliteit gesteund door de overgrote meerderheid van de politici en het publiek. Dit brengt beide centrale banken in een relatief comfortabele positie. Aan de andere kant hebben de Federal Reserve en de Bank of England een beperkte autonomie, doordat parlement en/of regering de besluiten van de centrale bank terzijde kunnen schuiven. De Federal Reserve is 'independent within government' en weet dat pogingen van het Congress om zijn wettelijke bevoegdheden bij een langdurig restrictief beleid verder in te perken vrijwel zeker zullen slagen. De Bank of England is zelfs nog afhankelijker en Britse politici laten geen gelegenheid voorbijgaan om de 'accountability' van de centrale bank te benadrukken. Uit het paper van A. Icard (Banque de France) blijkt dat de Franse monetaire autoriteiten zich in een overgangssituatie bevinden naar een meer onafhankelijke centrale bank. Deze tendens is eveneens waarneembaar bij andere nationale centrale banken in Europa, zoals de Banca d'Italia en de Banco de España.

Tenslotte dient opgemerkt te worden dat wettelijke onafhankelijkheid een noodzakelijke, maar geen voldoende voorwaarde voor feitelijke onafhankelijkheid van de centrale bank is. Het laatste impliceert een traditie en cultuur van monetaire stabiliteit zowel binnen de centrale bank, als bij de regering, het parlement en in de samenleving. Die zullen niet zo maar ineens verworven worden.

Dr. S.C.W. Eijffinger

De auteur was mede-organisator van de conferentie 'A Framework for Monetary Stability' en verantwoordelijk voor het General Report van deze conferentie. De inleidingen, papers en commentaren verschijnen begin 1994 in boekvorm onder redactie van J. Onno de Beaufort Wijnholds, Sylvester C.W. Eijffinger en Lex H. Hoogduin.